

## **A CRISE FISCAL E MONETÁRIA BRASILEIRA: TRES EPISÓDIOS**

Affonso Celso Pastore<sup>1</sup>

### **INTRODUÇÃO**

Edmar Bacha tem contribuições importantes em muitos campos da análise e da política econômica no Brasil, e sua análise sobre os sucessivos erros de diagnóstico relativos às causas da inflação o preparou para as importantes contribuições dadas ao Plano Real. Por algum tempo tivemos a ilusão de que as reformas iniciadas em 1994 haviam vacinado a economia brasileira contra crises de natureza fiscal e monetária, mas a nossa história de crises ainda não havia chegado ao fim, e em mais um de seus incontáveis esforços para entender os problemas brasileiros Edmar Bacha nos presenteou, próximo da comemoração de seus 75 anos, com a organização de um volume no qual sob sua competente coordenação são apresentados excelentes diagnósticos e propostas de solução para a mais recente crise fiscal e monetária vivida pelo Brasil. Motivado por aquela discussão quero, neste artigo, olhar para três episódios de crises fiscais e monetárias com desenlaces muito diferentes, mas com uma característica comum: o crescimento acentuado dos gastos. Começo com o ambicioso programa de investimentos financiados por empréstimos externos, iniciado em 1973, que culminou na crise da dívida externa dos anos oitenta. Em seguida, percorro os desequilíbrios fiscais e monetários dos anos oitenta que juntamente com a indexação generalizada de preços salários e câmbio levaram à superinflação que precedeu o Plano Real. Começo a seção seguinte analisando como o regime de metas de inflação combinado com metas para os superávits primários e o suporte da Lei de Responsabilidade Fiscal parecia ter livrado o país do risco do crescimento explosivo da dívida pública, e discuto em seguida como a falha em conter o crescimento acelerado dos gastos públicos ao lado do abuso dos incentivos tributários nos conduziu a uma crise que não somente passará para a história como a que gerou a recessão mais longa e profunda desde que o CODACE começou a datar os ciclos econômicos no Brasil, como se não for resolvida levará - no mínimo - a uma inflação persistentemente elevada prendendo o país ainda mais na armadilha do baixo crescimento econômico.

### **A CRISE DA DÍVIDA EXTERNA**

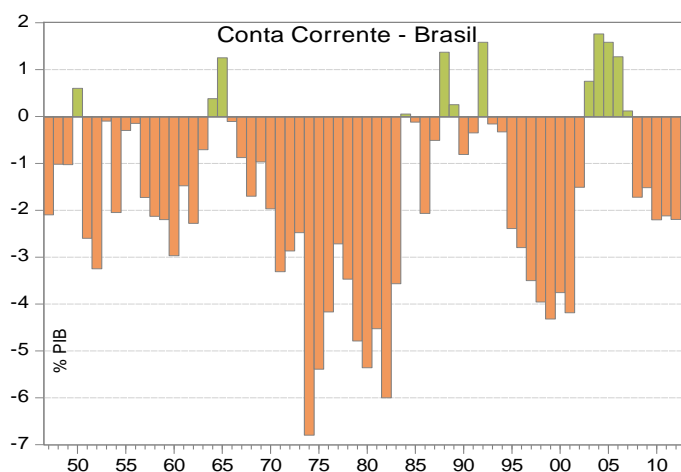
---

<sup>1</sup> Agradeço as discussões e sugestões de Marcelo Gazzano e Caio Carbone.

Entre 1968 e 1973 vivemos o “milagre brasileiro” que nada mais foi do que a consequência defasada das reformas do PAEG – o plano de estabilização dos ministros Roberto Campos e Gouveia de Bulhões, de 1966 [Veloso, Vilela e Giambiagi (2008)]. Nos anos do milagre brasileiro ocorreram taxas de crescimento do PIB superiores a 10% ao ano, cuja principal fonte foi o estrondoso crescimento de 7% ao ano da produtividade média por trabalhador, que por sua vez foi predominantemente provocado pelo aumento da produtividade total dos fatores, com uma contribuição bem menor da acumulação de capital [Ferreira e Veloso (2013)].

Em 1973 ocorreu o primeiro choque de elevação dos preços internacionais do petróleo, e o Brasil continuou crescendo embora a taxas um pouco mais baixas do que as do período do “milagre”. Mudaram, contudo, as fontes do crescimento, com a maior contribuição vinda dos investimentos em capital fixo e não mais da produtividade total dos fatores. A taxa de investimentos aumentou para níveis que são recordes históricos, saindo de pouco menos de 22% do PIB em 1974 para pouco mais de 24% do PIB em 1982, mas nesse período, tanto quanto agora, as poupanças domésticas eram baixas, e a consequência foi o crescimento dos déficits nas contas correntes, que entre 1970 e 1983 atingiram valores muito mais elevados do que em qualquer outro período (gráfico 1). O ambicioso programa de investimentos tinha um único objetivo – manter o crescimento acelerado – e foi realizado com grande participação de empresas estatais, sendo financiado por empréstimos externos que serviam, também, para financiar os déficits nas contas correntes através do aumento da dívida externa.

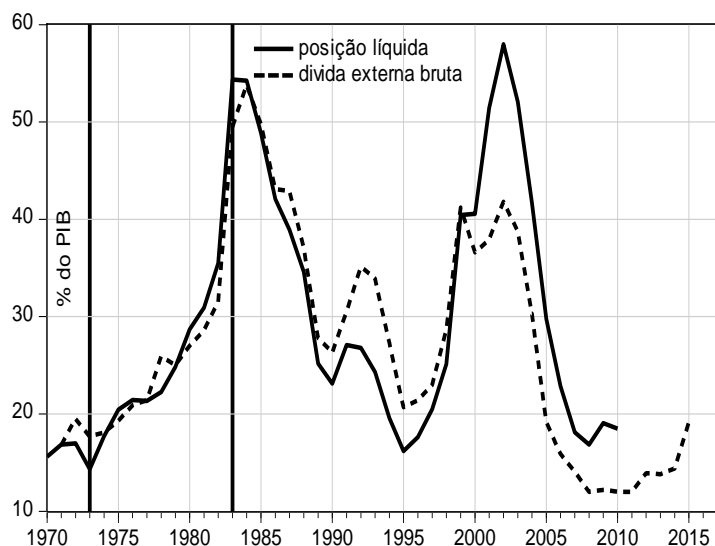
**Gráfico 1 – saldos nas contas correntes: dados anuais**



As autoridades brasileiras da época não tinham qualquer preocupação quanto à sustentabilidade do crescimento econômico. Acreditavam que os países exportadores de petróleo não conseguiriam aumentar suficientemente o consumo e a formação bruta de capital fixo para reduzir seus superávits nas contas correntes, restando-lhes investir no exterior, com os bancos internacionais “reciclando os petrodólares” e mantendo

permanentemente elevada a oferta de empréstimos externos, com os quais o Brasil poderia financiar os investimentos e os consequentes déficits em contas correntes. Nesse período a conta de capitais no Brasil era muito fechada; os investimentos estrangeiros diretos eram baixos; e praticamente não havia investimentos em carteira, quer em renda fixa, quer em renda variável, fazendo com que a única forma de financiar os déficits nas contas correntes fosse com dívida externa na forma de empréstimos bancários. A consequência foi o crescimento da dívida externa, que saiu de 15% do PIB em 1973 para perto de 55% do PIB em 1982, praticamente igual à totalidade do passivo externo, que atingiu mais de 50% do PIB (gráfico 2). Como para aquele período o Banco Central não tem dados oficiais para o passivo externo brasileiro, usei as estimativas de Lane e Milesi Ferretti (2006).

**Gráfico 2 - Passivo externo líquido e dívida externa total – pública mais privada**



Mas havia algo profundamente errado naquele diagnóstico. O ano de 1973 não marcou apenas a formação do cartel da OPEP, mas também o final do regime de Bretton Woods, no qual os países fixavam a taxa cambial em relação ao dólar norte americano, podendo manter reservas em ouro ou em dólares, e os Estados Unidos se comprometiam a manter fixo o preço do ouro, com os demais países mantendo reservas em ouro ou em dólares, mas diferentemente do que ocorria durante o padrão ouro o dólar não era conversível em ouro nas transações domésticas, mas somente entre autoridades monetárias na quitação dos saldos no balanço de pagamentos. Naquele regime econômico não havia sentido falar-se em inflações e em ofertas de moeda para cada país isoladamente, e sim em uma oferta mundial de moeda - cujo crescimento era determinado pela oferta de moeda dos Estados Unidos - e em uma inflação mundial. Contudo, os Estados Unidos não se dispunham a controlar a sua oferta monetária o que permitiria manter fixo o preço do ouro, e a consequência foi a expansão do estoque mundial de moeda e a inflação mundial. O abandono do câmbio fixo e a adoção da

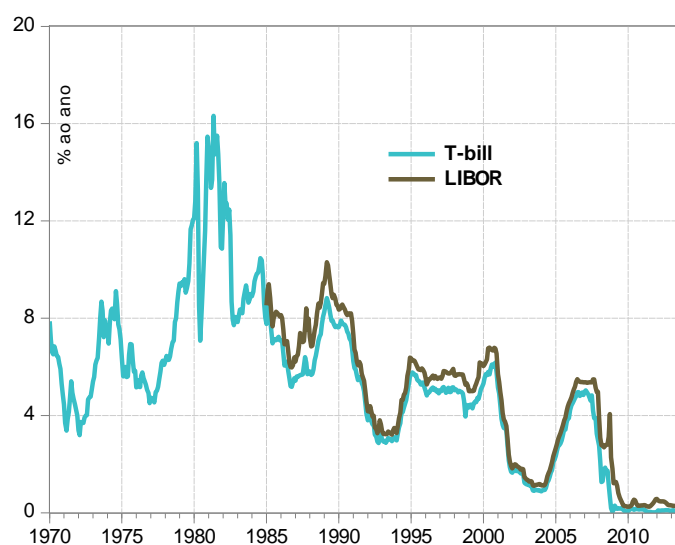
flutuação cambial, após 1973, levariam a políticas monetárias independentes em cada país, mas nos primeiros anos após o colapso de Bretton Woods os países ainda continuariam com intervenções pesadas no mercado de câmbio, mantendo taxas cambiais em torno de uma paridade muito estável, o que reproduzia muitas das características do regime anterior, mantendo-se a tendência à expansão da oferta mundial de moeda e a uma inflação mundial [Johnson (1976); Swoboda (1976)]. O aumento da oferta mundial de moeda era a causa mais importante da abundância de empréstimos externos, e não a reciclagem de petrodólares, e havia o risco – totalmente ignorado pelas autoridades brasileiras da época – de que mudanças na política monetária dos Estados Unidos poderiam estancar a oferta de crédito bancário, expondo o país a uma crise de balança de pagamentos.

A origem do aumento da oferta monetária dos Estados Unidos estava no seu desequilíbrio fiscal ao lado da leniência do *Federal Reserve*. Entre 1965 e 1973 os Estados Unidos estiveram envolvidos na Guerra do Vietnã que, como todas as guerras, foi financiada por expansão monetária. Reinhart e Rogoff (2013) apontam que desde o final da II Guerra Mundial os Estados Unidos experimentaram o fenômeno da dominância fiscal, com o *Federal Reserve* “facilitando o financiamento fiscal, ainda que em nome do emprego”. Por vários anos esteve em execução um acordo através do qual para facilitar a vida do Tesouro na venda de títulos públicos o *Federal Reserve* se comprometia a fixar os preços dos títulos, o que equivale a operar fixando a taxa de juros sem obedecer a qualquer regra com realimentação ligada à inflação, deixando a porta aberta à dominância fiscal. Arthur Burns – então *chairman* do *Federal Reserve* - foi abduzido pelo consenso do *main stream* da época, que era crítico à eficácia da política monetária no combate à inflação, favorecendo o uso das políticas de rendas, e tinha uma clara preferência pela acomodação monetária, como é mostrado pelas curvas de reação estimadas por Clarida, Gali e Gertler (1998) e por Judd e Rudebusch (1998).

Naquelas circunstâncias era inexorável que a taxa de juros nos Estados Unidos teria que se elevar. Por algum tempo os bancos internacionais tiveram a ilusão de que “países não quebram” - como foi afirmado por Walt Wriston, então presidente do Citibank -, elevando de forma imprudente sua exposição em empréstimos internacionais, e têm parte importante da responsabilidade pela crise que se desenvolveu. Mas mesmo antes que Volker decidisse elevar a taxa de juros, em 1979, os bancos já haviam percebido que isto seria inevitável, e começaram a forçar as renovações dos empréstimos com base em taxas de juros reajustáveis ligadas à LIBOR, que segue de perto as taxas de juros das T-bills (gráfico 3), provocando a gradual redução na oferta de empréstimos, surgindo os primeiros sinais de que nos encaminhávamos para uma crise. Quando finalmente os juros se elevaram a dívida externa brasileira não era mais sustentável, ocorrendo a crise. O desenlace foi o *default* externo, e quando ele ocorreu o Brasil não tinha recursos nem

para pagar os compromissos (principal e juros) da dívida, nem para pagar as importações. Uma consulta aos dados do Banco Central mostra que em meio aos atrasos na quitação de importações – inclusive as mais essenciais, como remédios - as reservas no conceito de liquidez internacionais caíram ao nível ridículamente baixo de US\$ 4 bilhões, e as reservas no conceito de caixa tornaram-se negativas! Foi uma gigantesca crise de balanço de pagamentos, que empurrou o país ao extremo da “centralização cambial”, regulamentada pela instrução 851, do Banco Central, que estabelecia que os importadores fechassem normalmente o câmbio junto ao sistema bancário, mas o Banco Central somente realizaria as remessas quando ocorresse a disponibilidade de dólares.

**Gráfico 3 - Taxas de juros – T-bills e LIBOR**



Era claro que nestas circunstâncias a atividade econômica teria que desabar, acentuando a recessão, e naquele momento a ação mais importante por parte das autoridades seria a recomposição das reservas e o restabelecimento da normalidade dos pagamentos das importações e aos bancos, o que exigia novos empréstimos. Mas estes somente poderiam ser obtidos com a finalização de um acordo com o FMI, que sob um forte conjunto de condicionalidades forneceria parte dos recursos, que seriam complementados pelos bancos credores. Contudo, naqueles anos a fraqueza do governo militar, já nos seus estertores, impedia a aprovação de quaisquer reformas que permitissem atender às condicionalidades, o que estendeu a duração da crise, levando a um regime econômico caótico que favoreceu o crescimento da inflação.

### **SUPERINDEXAÇÃO, EXPANSÃO FISCAL E DESCONTROLE MONETÁRIO**

A crise da dívida externa marcou o início da “década perdida” e de uma superinflação. A opção tomada ainda durante o PAEG, e nunca revertida nos primeiros anos da década de oitenta, foi a de conviver com a inflação, e não de eliminá-la, utilizando a indexação para reduzir seus custos. Havia naqueles anos a ilusão de que a menos do custo de bem-estar – sabidamente baixo - vindo da subutilização do estoque real de moeda [Bailey

(1956)] todos os demais custos da inflação poderiam ser eliminados – ou pelo menos extremamente reduzidos - com a indexação. Mas se de um lado a indexação de ativos financeiros pode facilitar o financiamento dos déficits com dívida pública, e por isso tenderia a reduzir a inflação, a indexação de preços, salários e da própria taxa cambial eleva a persistência dos choques na inflação – a inércia -, e dificulta o seu controle, com inflações elevadas comprometendo o crescimento econômico.

Da mesma forma como nos anos do “milagre brasileiro”, no início da década dos anos oitenta o governo tinha ampla rejeição ao uso da política monetária no controle da inflação e uma clara preferência pela versão tupiniquim de uma política de rendas, que era o controle de preços executado pelo CIP – o Conselho Interministerial de Preços. O desprezo pelo papel da política monetária é uma das razões – mas não a única - para a perda de poder do Banco Central. Embora este tenha nascido com a ilusão de que seria independente – afinal no seu ato de criação seus diretores tinham um mandato fixo – estava totalmente subordinado ao CMN, o Conselho Monetário Nacional [Franco (2016)]. A resistência do Banco do Brasil em perder seus privilégios como autoridade monetária e o acesso à emissão de moeda explicam por que não foi criado um banco central assemelhado ao dos demais países, optando-se por transformar o Conselho da SUMOC – um órgão subordinado ao Banco do Brasil - no CMN, ao qual era atribuída a tarefa de formular a política monetária, cujo executor seria o Banco Central, e por que o Banco do Brasil permaneceu como um membro do seleto grupo das autoridades monetárias [Jaloretto (2016)]. Logo após a criação do Banco Central quatro de seus diretores eram membros do CMN, mas as sucessivas mudanças de composição deste órgão foram pulverizando seu poder, dando-lhe apenas um voto – o de seu presidente – e ampliando a participação de um número crescente de ministros de estado, de presidentes de outros bancos públicos e mesmo de representantes do setor privado [Franco (2016)]. “Diariamente o Banco do Brasil consolidava o montante de recursos que o governo utilizava, verificava o saldo nas contas correntes e pedia ao Banco Central para cobrir a diferença através da chamada “conta movimento”, com o Banco Central emitindo ou moeda ou dívida sem a autorização do Congresso” [Ferreira (2016)]. Além da execução do orçamento da União ser realizada por um departamento do Banco do Brasil e da gestão da dívida pública ser realizada pelo Banco Central, com o CMN e não o Congresso autorizando a expansão da dívida pública, o governo emprestava através do orçamento monetário recursos subsidiados ao setor agrícola, mas os subsídios não eram tratados como despesa da União [Ferreira (2016)]. Havia total promiscuidade entre os órgãos formuladores da política econômica e os seus instrumentos, e total ausência de controles nos campos fiscal e monetário.

Antes da crise da dívida externa o governo poderia usar as empresas estatais ou seu próprio orçamento para captar empréstimos externos realizando investimentos ou gastos

correntes com a contrapartida de elevação da dívida externa, mas diante do desaparecimento do crédito externo somente poderia usar a expansão da dívida pública ou da base monetária. Por algum tempo o baixo crescimento da dívida pública interna deu a ilusão de que a partir do início dos anos oitenta não havia nenhum desequilíbrio fiscal, e de que as elevadas taxas de inflação nada tinham a ver com a indisciplina fiscal, sendo fruto apenas e tão somente do mecanismo - *deus ex machina* - da “inflação inercial”. Mas na realidade o déficit era elevado, e tanto quanto nos anos anteriores ao PAEG era financiado pela coleta de senhoriagem. Não havia nem controle fiscal e nem uma política monetária com um mínimo de independência no uso dos instrumentos. Por isso, choques inflacionários como os provenientes dos déficits públicos elevavam a inflação sem que uma âncora nominal dissipasse seus efeitos, que se propagavam através da indexação e, como subproduto, geravam endogenamente a senhoriagem que financiava o déficit público impedindo o crescimento explosivo da dívida pública bruta, dando a ilusão de inexistência de um problema fiscal.

Meu objetivo nesta seção não é discutir de que forma teria que ser resolvido o problema da superinflação. Não tenho dúvidas de que a solução correta foi a encontrada pelo Plano Real e defendida por Bacha (2012), iniciando-se com uma reforma monetária que fez desabar a inércia, seguido da criação de uma âncora nominal – primeiro com o câmbio fixo e em seguida com o regime de metas de inflação - e de regras impondo a disciplina fiscal. Quero demonstrar que não é preciso um apelo à heterodoxia para explicar aquele episódio. Precisamos apenas de um modelo ortodoxo convencional, com uma curva de Philips e uma curva IS, ao qual adicionamos as expectativas de inflação determinadas pela indexação, no qual o Banco Central: nem usa a política monetária para dissipar choques inflacionários, que se propagam com a indexação; e nem tinha formas de opor-se à pressão para financiar os déficits com senhoriagem, submetendo-se totalmente à dominância fiscal.

As equações (1) e (2) são, respectivamente, a curva de Philips e a curva IS, com  $\beta > 0$  e  $b < 0$ , nas quais  $\pi$  é a taxa de inflação,  $\pi^e$  é a taxa de inflação esperada,  $(y - y^p)$  é o hiato do PIB, com  $y^p$  sendo o produto potencial, e  $r_t = R_t - R_t^N$  é a diferença entre a taxa real de juros de mercado,  $R$ , e a taxa real neutra,  $R^N$ .

$$(1) \quad \pi_t = \pi_t^e + \beta(y_t - y_t^p) + u_t$$

$$(2) \quad (y_t - y_t^p) = br_t + v_t$$

Para fechar o modelo é necessário especificar como são formadas as expectativas. A inflação é dada por  $\pi_t = \bar{\pi}_t + \eta_t$ , que é a soma de duas componentes: a) a componente “permanente” é dada por  $\bar{\pi}_t = \bar{\pi}_{t-1} + e_t$ , que devido à indexação generalizada de preços, salários e da própria taxa cambial tende a repetir em  $t$  a taxa ocorrida em  $t-1$ ; b) e a

componente “transitória”, dada por choques aleatórios,  $\eta_t$ . Os indivíduos observam o comportamento do Banco Central e concluem que ele não atua alterando a taxa de juros para dissipar os choques inflacionários, o que faz com que estes alterem a componente “permanente” da inflação. A política monetária não proporciona quaisquer informações sobre o comportamento da inflação, cujas expectativas são determinadas exclusivamente pela indexação. Muth (1981) demonstrou que nessas circunstâncias o melhor previsor das taxas de inflação no período  $t$ , no sentido que minimiza o erro quadrático médio da projeção, é uma média móvel de pesos geometricamente declinantes das inflações passadas, na forma

$$(3) \quad \pi_t^e = \sum_{j=1}^{\infty} (1-\gamma)\gamma^j \pi_{t-j} = \frac{1-\gamma}{1-\gamma L} \pi_{t-1}$$

onde  $L$  é o operador de defasagens ( $Lx_t = x_{t-1}$ ), e  $\pi_t^e$  é a taxa de inflação esperada em  $t$  dadas as informações sobre os efeitos da indexação sobre as taxas passadas de inflação, e dado o comportamento do Banco Central.

Usando as três equações acima chega-se a

$$(4) \quad \pi_t = \pi_{t-1} + \beta b(r_t - \gamma r_{t-1}) - [(u_t + \beta v_t) - \gamma(u_{t-1} + \beta v_{t-1})]$$

que mostra que mesmo que o Banco Central iguale a taxa real de juros à taxa neutra ( $r_t = r_{t-1} = 0$ ) a inflação seguirá um caminho aleatório, ou seja, estamos diante de uma forma de “inflação inercial” com as mesmas características da enunciada por Arida e Lara Resende (1985).

Para que chegássemos a este resultado foram necessárias duas condições. A primeira é que haja a plena indexação em um conjunto relevante de preços, e que isto seja percebido pelos indivíduos na formação das expectativas de inflação. A segunda é que o Banco Central seja leniente, não alterando a taxa de juros em resposta a um aumento (queda) da inflação. Neste modelo não foi incluída explicitamente uma oferta de moeda, mas é fácil estabelecer como ela se comporta. Como o Banco Central mantém fixa a taxa de juros, a oferta de moeda se ajusta passivamente, e as taxas de inflação causam as taxas de expansão monetária, mas não há causalidade no sentido inverso, como mostram as evidências empíricas para esse período [Pastore (1997)].

Um *random walk* (uma raiz unitária no processo explicativo de  $\pi_t$ ) não leva a inflações sempre crescentes, mas este comportamento pode acontecer em duas circunstâncias. A primeira ocorre quando o Banco Central fixa permanentemente a taxa real de juros de mercado abaixo da taxa real neutra, isto é,  $R_t < R_t^N$ . Substituindo  $r_t = r_{t-1} < 0$  em (4) vê-se que a inflação continua tendo uma componente de *random walk*, mas agora com um deslocamento determinista positivo, ou seja, com uma tendência linear crescente. A



segunda vem de uma sucessão de impulsos fiscais positivos como, por exemplo, uma sucessão de déficits públicos. Na curva IS dada por (2) podemos fazer  $v_t = \theta_t + \omega_t$  onde  $\theta_t$  é o impulso vindo do déficit e  $\omega_t$  é uma variável aleatória. Valores positivos de  $\theta$  levam a uma inflação crescente mantendo-se a sua componente de *random walk*, e a tendência crescente se acentua ainda mais caso, além deste desequilíbrio fiscal, tenhamos um maior grau de leniência do Banco Central, com a taxa real de mercado sendo fixada sempre abaixo da taxa real neutra.

O que acontecia com a política fiscal neste período? Nos anos após a crise da dívida externa não assistimos ao crescimento acelerado da dívida pública, o que por algum tempo levou à ilusão de que naquela inflação não havia uma componente fiscal. Testes realizados por Pastore (1994) e por Issler e Lima (1998) não rejeitam a hipótese de que nesse período a restrição orçamentária intertemporal do governo estaria sendo atendida, mas ambos apontam que tal resultado não era devido à disciplina fiscal, que de fato não existia, e sim ao fato de que a passividade da oferta monetária gerava endogenamente a senhoriagem necessária para financiar o déficit.

Qual seria a senhoriagem necessária para garantir o atendimento da restrição orçamentária intertemporal do governo? Vou analisar apenas o caso particular no qual a relação dívida/PIB permanece constante. O acréscimo da dívida entre dois períodos é dado por

$$(5) \quad b_t - b_{t-1} = -(s_t + \sigma_t) + \frac{R - \rho}{1 + \rho} b_{t-1}$$

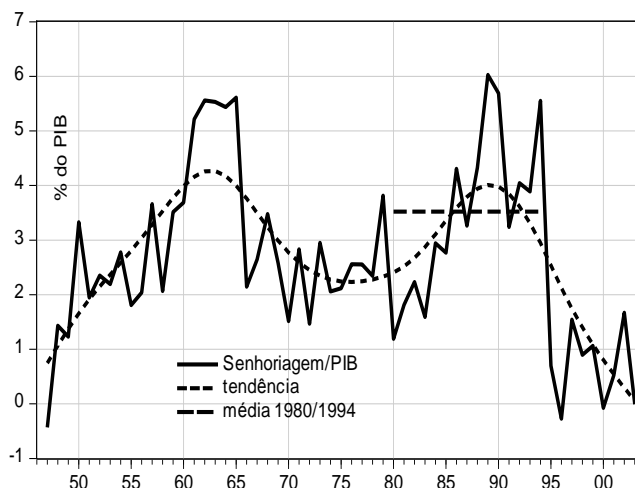
onde  $\sigma_t = (M_t - M_{t-1}) / P_t y_t$  é a senhoriagem;  $M_t$  é o estoque da base monetária;  $P$  e  $y$  são o nível de preços e o PIB;  $s_t = \tau_t - g_t$  é o superávit primário;  $R$  e  $\rho$  são a taxa real de juros e a taxa de crescimento do PIB; e  $b$  é a relação dívida/PIB. A senhoriagem necessária para fazer  $b_t - b_{t-1} = 0$  é dada por

$$(6) \quad \sigma_t = \frac{R - \rho}{1 + \rho} b_{t-1} + (g_t - \tau_t)$$

Tomemos os dados típicos daquele período: um crescimento do PIB de 3% ao ano; uma taxa real de juros de 13% ao ano; e uma dívida bruta em relação ao PIB de 30%. Neste caso, ainda que tivéssemos déficits primários,  $g_t - \tau_t$ , de 0,5% do PIB a relação dívida/PIB permaneceria constante desde que fosse gerada uma senhoriagem de 3,5% do PIB. No gráfico 4 estão as senhoriagens, e verifica-se que nos anos oitenta a senhoriagem média se situava em torno de 3,5% do PIB. É curioso que as senhoriagens médias dos anos oitenta são muito próximas às que ocorreram anteriormente ao PAEG, porém as taxas de inflação nos anos oitenta foram muito mais altas. Uma das diferenças está em que nos anos oitenta tivemos a combinação da plena indexação de preços salários e câmbio, com a passividade monetária – traduzindo-se na ausência de uma

âncora nominal e no financiamento inflacionário dos déficits - enquanto que no período anterior ao PAEG apesar da mesma intensidade da senhoriagem nem a moeda tinha uma acomodação passiva, e nem havia a indexação generalizada de preços, salários e câmbio [Pastore e Pinotti (2007)]. Maiores déficits gerariam um impulso fiscal positivo, elevando a inflação e produzindo endogenamente a senhoriagem, e isto ocorre ainda que a taxa real de juros de mercado permaneça igual à taxa real neutra de juros.

**Gráfico 4. Senhoriagem em proporção ao PIB**



A demonstração acima não é a única e vale a pena recordar como este mesmo resultado foi obtido por Issler e Lima (1998). A intuição para o teste por eles realizado pode ser obtida com a equação (5), que mostra que a condição para que  $b_t - b_{t-1} = 0$  é que haja uma relação de cointegração entre o superávit primário; a senhoriagem; e o estoque da dívida em relação ao PIB. O teste por eles desenvolvido mostra que tal cointegração somente existe quando a senhoriagem é explicitamente incluída na equação. Quando ela é excluída não há a cointegração, o que significa que na ausência da senhoriagem os déficits primários levariam ao crescimento explosivo da dívida, e ao descumprimento da restrição orçamentária intertemporal do governo. Issler e Lima exploraram, também, as curvas de resposta a impulso obtidas a partir de um modelo VEC - de correção de erros -, e verificam que diante de um desvio no déficit público a única reação no campo fiscal era o aumento das receitas, sem nenhum ajuste dos gastos. Mas mesmo diante da reação das receitas o que predominava no financiamento do déficit era a coleta da senhoriagem.

Embora eu concorde integralmente com Bacha que o final da superinflação requeria uma reforma monetária eliminando a indexação juntamente com a criação de uma âncora nominal, e que um “choque” monetário puro levaria a uma recessão politicamente intolerável, vale a pena perguntar se um Banco Central com independência no uso dos instrumentos e mais alinhado com os conhecimentos atuais conseguiria pelo menos reduzir os efeitos da inércia. Admitindo que ele trabalhasse com

uma curva de reação dada por  $r_t = \kappa\pi_t^e$ , onde  $\kappa > 0$ , e substituindo esta curva em (4) chegamos a

$$(5) \quad \pi_t = [1 + \beta b k (1 - \gamma)] \pi_{t-1} + [(u_t + \beta v_t) - \gamma(u_t + \beta v_t)]$$

e para que a inflação deixe de seguir um *random walk* e reverta à média é necessário apenas que  $[1 + \beta b k (1 - \gamma)] < 1$ , que como  $b$  é negativo será atendida por valores positivos de  $\kappa$ . Nas circunstâncias a política monetária sozinha não teria tido sucesso em terminar com a inflação, mas pelo menos poderia ter sido usada para levar a uma menor geração da senhoriagem forçando a autoridade fiscal a cortar gastos e/ou elevar tributos.

O jogo não cooperativo que naquele período se desenvolveu entre as autoridades fiscal e monetária, cuja existência fica claramente caracterizada nas análises de Jaloretto (2016), Franco (2016) e Ferreira (2016), não foi decidido quando o Banco Central teria “jogado a toalha” depois de resistir por algum tempo às pressões para emitir moeda e financiar os déficits, como é exposto por Sargent e Wallace (1993) ao descrever os fatos estilizados relativos à disputa entre as duas autoridades na sua “aritmética monetarista desagradável”. Foi um jogo decidido no próprio ato de criação do Banco Central, que não lhe deu poder para exercer a política monetária, sendo esta condenada a ser continuamente “dominada” pela política fiscal, à qual nunca foi imposta qualquer disciplina [Pastore (2015), capítulo 3]. Nesta interpretação o aumento do grau de indexação foi a resposta da economia à indisciplina fiscal somada à total ausência de uma âncora nominal.

## **A ESTABILIZAÇÃO E O CAMINHO DE UMA NOVA CRISE**

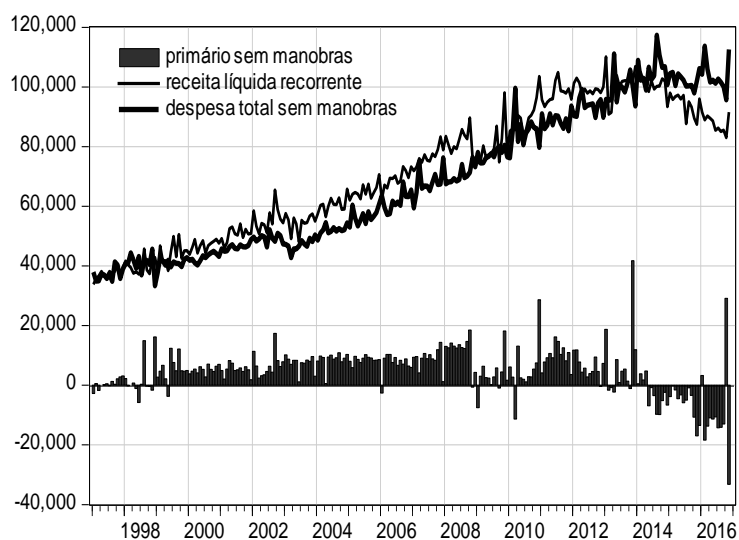
Com o controle da inflação desaparecia a senhoriagem, e dado o tamanho da dívida a sua estabilidade em relação ao PIB teria que ser mantida através de superávits primários suficientemente elevados para neutralizar o efeito do excesso da taxa real de juros sobre a taxa de crescimento econômico. Mas o reconhecimento de que isto era necessário não foi imediato. Logo após a implantação do Plano Real a dívida bruta era pequena, situando-se em torno de 30% do PIB, mas cresceria acentuadamente devido: ao reconhecimento de passivos fiscais ocultos, como a federalização das dívidas dos Estados e o saneamento dos bancos estaduais [Portugal (2016)]; e à manutenção, entre 1994 e 1998, de elevadas taxas reais de juros que eram julgadas necessárias para conter a expansão da demanda, que sempre ocorre em programas de estabilização com base na âncora cambial. As taxas reais de juros cresceram ainda mais quando o governo usou este estímulo para inibir a fuga de capitais durante o contágio das crises do México e do Sudeste Asiático, em 1995 e 1997. Naqueles anos uma elevada proporção da dívida bruta era atrelada ao dólar, e quando em 1998 a elevação da taxa de juros não estancou

o ataque especulativo provocado pelo contágio da crise da Rússia, e o câmbio real se depreciou, a dívida bruta no conceito do FMI – que inclui toda a carteira própria do Banco Central e não apenas os títulos usados em operações compromissadas – saltou para 60% do PIB. Acentuava-se a partir deste ponto a suspeita de que o país sofria de intolerância à dívida, que na definição de Eichengreen, Hausmann e Panizza (2003) é “a incapacidade de manejar níveis de dívida que são manejáveis em países industrializados”, dando suporte ao diagnóstico de Fischer (2002) de que ainda que a teoria econômica não nos forneça uma orientação precisa sobre o tamanho ótimo da relação dívida/PIB, “ela deveria ser menor em um país emergente do que em uma economia industrializada, e que uma relação de 60% para um país emergente é muito elevada, com os países emergentes devendo ficar no intervalo entre 30% e 40%”.

O tamanho da dívida impunha que o governo trabalhasse com metas para os superávits primários, que desde a negociação do acordo com o FMI, em 1998, passaram a fazer parte integrante do regime de política macroeconômica que seria implantado logo no início de 1999. As barras verticais no gráfico 5 são os valores mensais dos superávits primários recorrentes – a diferença entre as receitas recorrentes e os gastos primários - ambos dessazonalizados e expressos em termos reais. Com uma breve interrupção, durante a queda cíclica da receita real na crise de 2008/2009, a magnitude dos superávits primários entre 1998 e 2013 foi suficiente para fazer com que neste período a relação dívida/PIB se reduzisse (gráfico 6) em qualquer um dos dois conceitos – a definição do FMI e o oficialmente adotado pelo governo brasileiro. Mas isto não era uma consequência do controle das despesas em termos reais, cujo crescimento médio manteve-se muito estável em torno de 6% ao ano mesmo contando com o suporte das sucessivas prorrogações da “desvinculação das receitas da união”, permanecendo sempre acima do crescimento médio do PIB, e sim uma consequência do crescimento das receitas. O crescimento das receitas recorrentes veio em parte da criação de novos impostos, como: a COFINS e a CPMF, que no segundo mandato de FHC levaram a um aumento de receita de 3 pontos percentuais do PIB; e a CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido -, que entre 2002 e 2008 adicionou mais 0,7 ponto percentual do PIB. Contou, também, com o gradual alargamento da base tributária permitido pela combinação de reformas microeconômicas que aumentaram a formalização no mercado de trabalho, a partir do primeiro mandato de Lula, com o aumento do emprego gerado pelo período favorável de crescimento econômico, fazendo com que a arrecadação previdenciária tivesse um ganho de 1,3 ponto percentual do PIB entre 2003 e 2012. A partir de 2002 o Brasil beneficiou-se de uma “bonança externa” [Bacha (2013)] - um ciclo de forte elevação de preços internacionais de commodities levando a expressivos ganhos de relações de troca - o que favoreceu o crescimento econômico, e somado aos ingressos de capitais levou à valorização do câmbio real, com o consequente aumento

das importações provocando entre 2006 e 2012 um aumento de arrecadação de 0,4 ponto porcentual do PIB.

**Gráfico 5 – Receitas recorrentes, despesas sem manobras e saldos primários.**



**Gráfico 6 – Dívida bruta em relação ao PIB – definições brasileira e do FMI**



Inegavelmente o regime econômico inaugurado com a reforma monetária de 1994 produziu uma mudança importante em relação ao comportamento do país no passado. Porém, a exemplo do ocorrido nos outros episódios de crise discutidos neste artigo

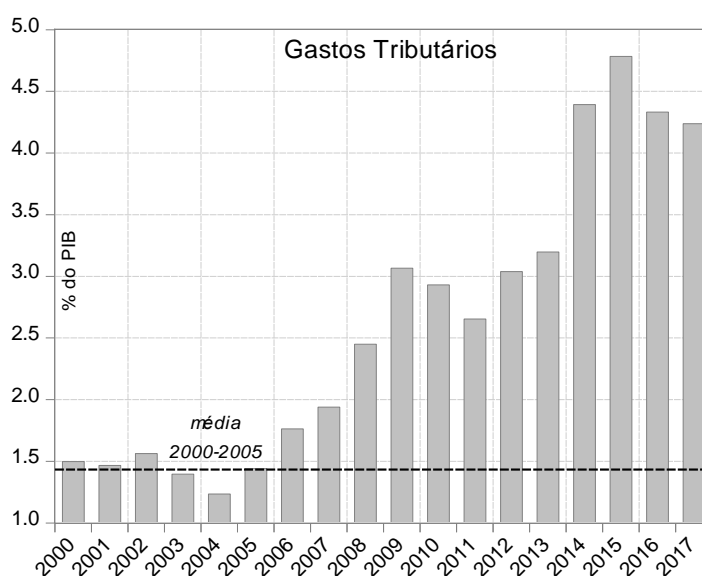
nenhum dos sucessivos governos, entre 1998 e 2015, procurou conter o crescimento real das despesas. Ao longo de décadas foram sendo postergadas as reações que seriam necessárias para evitar os efeitos da transição demográfica sobre o déficit da previdência. A queda das taxas de natalidade persistiu reduzindo a proporção da população mais jovem, diminuindo proporcionalmente as receitas, e a queda da taxa de mortalidade persistiu elevando a proporção da população mais velha, provocando o aumento dos benefícios, e ainda que a soma destes dois fenômenos não tivesse provocado, nos últimos anos, elevações sensíveis nos déficits, a perspectiva na ausência de uma reforma é de déficits insustentáveis no futuro. Porém, por um longo período a incapacidade política de controlar os gastos não inibiu os sucessivos governos de usarem o aumento da arrecadação para assegurar o cumprimento do compromisso com as metas de superávits primários e com a solvência do setor público. No entanto este objetivo deixou de ser perseguido quando a partir de 2011 o governo abandonou o regime do “tripé da política econômica”, baseado nas metas de inflação com um razoável grau de flutuação cambial e nas metas de superávits primários, optando pela “nova matriz de política econômica”, passando a estimular o crescimento através de incentivos de natureza tributária e creditícia, com o governo dando ao Banco Central a “autorização política” para reduzir artificialmente a taxa de juros e abandonar o objetivo de atingir a meta de inflação.

Já desde 2007 o Tesouro vinha transferindo recursos por fora do orçamento aos bancos oficiais – predominantemente o BNDES –, elevando diretamente a dívida bruta, e usando parte de tais recursos para fornecer empréstimos a taxas de juros subsidiadas, com efeitos sobre os resultados primários. Em muitos casos os superávits primários foram mascarados pela contabilidade criativa, como, por exemplo, quando os subsídios eram pagos pelo banco oficial aos beneficiários usando o caixa do banco, como ocorreu com o BNDES em programas como o PSI, com o governo adiando a transferência dos recursos para o Tesouro, ocorrendo de fato um empréstimo do banco ao Tesouro. Não foi esta a irregularidade usada no processo de impeachment – existiram outras -, mas isto não a absolve de ter sido um financiamento direto do BNDES ao Tesouro, que é algo incompatível com o controle fiscal. Da segunda metade de 2011 em diante já era claro que o crescimento econômico vinha fraquejando, e uma das providências do governo consistiu em convencer o Banco Central a derrubar artificialmente a taxa de juros, o que somado à forte expansão fiscal e do crédito por parte de bancos oficiais elevou fortemente a inflação, aumentando na percepção de riscos. Em adição, o governo abusou de estímulos fiscais vindos de reduções, isenções e desonerações tributárias - os “gastos tributários” que ocorriam em resposta às pressões de grupos de interesse sendo direcionados a setores específicos, caracterizando o que Zingales (2012) define como

políticas pró-negócios, em contraposição às políticas pró-mercado, sem nenhuma contribuição à melhoria da eficiência econômica e ao crescimento da produtividade.

Os gastos tributários já vinham crescendo desde 2006, quando saltaram de uma média de 1,4% do PIB entre 2000 e 2005 para uma média um pouco inferior a 3% do PIB, entre 2009 e 2013, mas desse ponto em diante elevaram-se para valores superiores a 4% do PIB, atingindo um pico de 4,8% do PIB, em 2015 (gráfico 7). Para aferir as consequências sobre os resultados primários temos que somar aos gastos tributários a queda de receitas vinda do forte encolhimento do PIB, a partir do segundo trimestre de 2014, quando o Brasil entrou em uma recessão que é a mais longa e profunda desde que o CODACE começou a datar os ciclos econômicos, no Brasil. Em 2015 o governo fez algumas tentativas tímidas de reduzir as desonerações sobre a folha de trabalho e cortou os gastos discricionários, levando os investimentos em proporção ao PIB aos níveis mais baixos da história, mas mesmo assim não escapou de déficits primários extremamente elevados, que são os responsáveis pelo enorme salto na dívida pública bruta em proporção ao PIB a partir do início de 2014, como foi mostrado no gráfico 6, anteriormente. Tornou-se claro que vivíamos um desequilíbrio fiscal estrutural, que requeria medidas muito mais drásticas do que as que foram timidamente ensaiadas.

**Gráfico 7 – “Gastos Tributários”**



O ciclo de reformas que deve levar ao ajuste se iniciou com a aprovação de uma emenda constitucional que estabelece que os gastos primários – obrigatórios e discricionários – em um dado ano somente podem ser corrigidos pela inflação no ano anterior, o que na prática os congela em termos reais. Uma reforma da previdência compatível com a realidade demográfica do país é uma peça absolutamente fundamental. Mas dada a profundidade da recessão e da perspectiva de que a retomada será muito lenta, sem contar com a elevação de alíquotas e/ou a revogação dos benefícios vindos dos “gastos

tributários” a recuperação de receitas será insuficiente para produzir superávits primários nos próximos anos.

Exercícios sobre dinâmica da dívida levam a resultados que são altamente sensíveis às hipóteses, mas se admitirmos uma economia estagnada ou crescendo muito pouco em 2017, com uma retomada do crescimento ocorrendo a taxas anuais entre 2% e 3% de 2018 em diante, é fácil concluir que na ausência de aumentos da arrecadação vindos de reajustes tributários a dívida bruta deverá facilmente superar a marca de 90% do PIB, com grande probabilidade de chegar acima de 100%. Valores como estes somente não conduziram a elevações fortes de prêmios de risco, com a depreciação cambial constringendo a política monetária devido ao seu efeito sobre o câmbio e sobre a inflação, caso fique claro que o governo tem o necessário apoio político para aprovar um ciclo de reformas começando pela mais importante - a da previdência – que permitam minimizar o risco de solvência do setor público. Até o presente implicitamente o mercado financeiro tem admitido que é alta a probabilidade de sucesso, o que é evidenciado pelo fato de que desde o momento em que o atual governo começou a sinalizar a sua orientação, com evidências de que a sua capacidade de articulação política gera no Congresso um ambiente favorável à aprovação de reformas, e mesmo antes da aprovação da emenda constitucional que congela os gastos, as cotações do CDS brasileiro caíram em relação ao pico atingido ao final de 2015 e o real se valorizou. Pelo menos temporariamente tal reação exorcizou o fantasma de ocorrência da forma de dominância fiscal exposta por Blanchard (2005) quando um movimento semelhante ocorreu nos preços dos ativos na transição de FHC para Lula, em 2002/2003.

Estamos no começo de um longo processo de ajuste que requer compromissos com o dimensionamento dos gastos em um nível compatível com os recursos. Se caminarmos na direção de executar o ciclo de reformas que dimensionem os gastos de acordo com os recursos, o Banco Central estará livre das pressões vindas da política fiscal e poderá executar com eficiência a sua tarefa de manter a inflação em torno da meta, criando as condições para que a economia brasileira retome o crescimento. Infelizmente, contudo, a nossa história não nos dá evidências de disposição de enfrentar os custos políticos acarretados pelo controle crescimento dos gastos. Oxalá neste campo o país tenha rompido com a sua própria história!

#### BIBLIOGRAFIA

Arida. P., e Lara Rezende, A. (1985) “Inertial Inflation and Monetary Reform: Brazil”. Incluído em “Inflation and Indexation: Argentina, Brazil and Israel”, editado por John Williamson, Institute of International Economics, Washington, 1985



Bacha, E. (2012) “O Plano Real: uma avaliação”. Incluído em seu “Belindia 2.0!, Civilização Brasileira, 2012.

Bacha, E. (2013) “Bonança externa e desindustrialização: uma análise do período 2005-2011”, Incluído em “O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate”, Civilização Brasileira, 2013.

Bailey, M. J. (1956) "The welfare cost of inflationary finance". The Journal of Political Economy, n. 2, abril 1956.

Clarida, Richard, Jordi Gali e Mark Gertler (1998) “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory”, NBER Working Paper, 6442, Março de 1998.

Eichengreen, B., Ricardo Hausmann and Ugo Panizza (2003), “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters” NBER Working Paper, 10036, October 2003.

Ferreira, P. C. e Veloso, F. (2013) “O Desenvolvimento Econômico no Pós Guerra”. Incluindo em “Desenvolvimento Econômico: Uma perspectiva Histórica”. Editado por Veloso, F., Ferreira, P. C., Giambiagi, F. e Pessoa, S. Editora Campus, 2013.

Ferreira, A. (2016) “Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional”. Incluído em “A crise fiscal e monetária brasileira”, organizado por Edmar Bacha, Civilização Brasileira, 2016.

Fischer, S. (2002) “Financial Crises and Reform of the International Financial System.” NBER Working Paper 9297, October 2002.

Franco, G. H. B. (2016) “O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais”. Incluído em “A crise fiscal e monetária brasileira”, organizado por Edmar Bacha, Civilização Brasileira, 2016.

Issler, J. V. e Lima, L. R. O. (1998) “Public Debt Sustainability and Endogenous Seigniorage in Brazil: Time Series Evidence from 1974-92”. Ensaios Econômicos EPGE, dezembro 1998.

Jaloretto, C. (2016) “Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais”. Incluído em “A crise fiscal e monetária brasileira”, organizado por Edmar Bacha, Civilização Brasileira, 2016.

Johnson, H. G. (1976) “Um panorama da crise mundial e do comércio internacional”. Revista Brasileira de Economia, vol. 30, janeiro/março de 1976.

Judd, J. e Rudebusch, G. D. (1998), “Taylor’s rule and the Fed: 1970/1997”, FRBSF Economic Review, #3, 1998.

Lane, P. e Milesi-Ferretti, J. M. (2006) “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004”, IMF working paper 06/69.

Muth, J. F. (1981) “Optimal Properties of Exponentially Weighted Forecasts”. Incluído em “Rational Expectations and Econometric Practice”, editado por Lucas Jr., R. E. e Sargent, T. J. The University of Minnesota Press, 1981.

Pastore, A. C. (1994) "Déficit Público, a Sustentabilidade do Crescimento das Dívidas Interna e Externa, Senhoriagem e Inflação: Uma análise do Regime Monetário Brasileiro", Revista de Econometria (14), (1994).

Pastore, A. C. (1997.a) “Passividade Monetária e Inércia”. Revista Brasileira de Economia, vol. 51, janeiro/março de 1997.

Pastore, A. C. e M. C. Pinotti (2007) “O PAEG e as políticas econômicas dos anos 1960 e 1970”. Incluído em “Paeg e Real: dois planos que mudaram a economia brasileira”, organizado por Alkimar Moura, FGV, 2007.

Pastore, A. C. (2015), “Inflação e Crises: o papel da moeda”. Elsevier, 2015.

Portugal, M. (2016) “Política fiscal na primeira fase do Plano Real, 1993-1997”. Incluído em “A crise fiscal e monetária brasileira”, organizado por Edmar Bacha, Civilização Brasileira, 2016.

Reinhart, C. M., e Rogoff, K. (2013) “Shifting Mandates: The Federal Reserve First Centennial”, NBER Working Paper 18888, Março, 2013

Sargent, T. J. e N. Wallace (1993) “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”. Incluído em “Rational Expectations and Inflation”, T. J. Sargent, Harper and Collins, 1993

Swoboda, A. K. (1976) “Inflação, Petróleo e Crise Econômica Mundial”. Revista Brasileira de Economia, vol. 30, janeiro/março de 1976.

Veloso, F.; Villela, A. e Giambiagi, F. (2008) “Determinantes do ‘Milagre’ Econômico Brasileiro (1968-1973): Uma Análise Empírica”. *Revista Brasileira de Economia* 62 (2), pp. 221-246, 2008.

Zingales, L. (2012), “Capitalism for the people”, Basic Books, 2012.